

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**TRABAJO FIN DE GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

VALORACIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS

ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

Carlos Goñi Ozcoidi

Directora: Pilar Corredor Casado

ABSTRACT

The aim of this final essay is to make a valuation of the non-listed company ANTONIO CANO E HIJOS S.A. Its main activity is the production of olive oil (CNAE code 1043). Firstly, after the introduction, we analyze the history, activity and main competitors of the company as well as the trends of the sector it operates in. Then, we analyze the financial and economic history of the company with the data obtained through the database SABI and the company's annual reports in order to define the main hypothesis of the valuation model. Later, we forecast the company's free cash flows and we calculate the weighted average cost of capital to carry out a discounted cash flow valuation. Finally, we make a sensitivity analysis with the aim of knowing how sensible our valuation result is to changes of the main hypothesis and variables.

KEYWORDS: valuation, olive oil production, discounted cash flow, weighted average cost of capital, ANTONIO CANO E HIJOS

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este trabajo es realizar la valoración de la compañía mercantil no cotizada ANTONIO CANO E HIJOS S.A. Esta sociedad tiene como principal actividad la fabricación de aceite de oliva (código CNAE 1043). En primer lugar, y tras la introducción, se realiza un análisis de la empresa y su sector. Después, a través de la base de datos SABI y las cuentas anuales de la compañía, se hace un análisis económico-financiero histórico con el fin de definir las hipótesis del modelo de valoración. Posteriormente, se proyectan los flujos de caja libre y se calcula la tasa de descuento con el objetivo de llevar a cabo la valoración por medio del método de descuento de flujos de caja. Finalmente, se realiza un análisis de sensibilidad con la intención de saber el grado de sensibilidad del valor de la empresa ante variaciones de las principales hipótesis.

PALABRAS CLAVE: valoración, producción de aceite de oliva, descuento de flujos de caja, coste medio ponderado de capital, ANTONIO CANO E HIJOS

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	Página 3
2. DESCRIPCIÓN EMPRESARIAL Y SECTORIAL.....	Página 5
2.1 Historia y actividad de Antonio Cano e Hijos S.A.....	Página 5
2.2 Sector del aceite de oliva.....	Página 6
2.3 Principales empresas y posicionamiento en España.....	Página 7
2.4 Tendencias futuras de mercado de aceite de oliva.....	Página 8
3. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	Página 9
3.1 Análisis histórico-económico de la empresa.....	Página 9
3.2 Elementos del modelo de valoración de flujos de caja.....	Página 9
3.3 Interpretación de los resultados y sensibilidad.....	Página 11
4. MODELO DE VALORACIÓN DE ANTONIO CANO E HIJOS.....	Página 11
4.1 Análisis histórico financiero de la empresa.....	Página 11
4.2 Hipótesis y proyecciones financieras.....	Página 16
4.3 Cálculo de CMPC.....	Página 19
4.4 Valor Residual.....	Página 25
5. VALORACIÓN FINAL E INTERPRETACIÓN.....	Página 26
5.1 Resultado de la valoración.....	Página 26
5.2 Comparación con valores contables y valor accionista.....	Página 28
6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	Página 29
6.1 Sensibilidad a cambios en las hipótesis ingresos y costes.....	Página 29
6.2 Sensibilidad a cambios en (g).....	Página 31
6.3 Sensibilidad al cambio de Beta.....	Página 32
7. CONCLUSIÓN.....	Página 34
BIBLIOGRAFÍA.....	Página 35
APÉNDICE: Competencias.....	Página 36

1. INTRODUCCIÓN

Por medio del presente Trabajo de Fin de Grado se realiza la valoración de la compañía mercantil “ANTONIO CANO E HIJOS S.A”, empresa que no cotiza en bolsa. La empresa se dedica principalmente a la producción de aceite de oliva. Su código CNAE se corresponde con el 1043. Es una empresa familiar, controlada en la actualidad por la segunda generación de la familia Cano. Se encuentra inscrita en el Registro Mercantil de Córdoba, al tomo 785, hoja 5786, folio 16, tiene C.I.F. nº A14103709 y domicilio social en la carretera de la estación s/n, Luque, Córdoba (España).

Con carácter previo, conviene reflexionar acerca del propósito de la valoración de empresas. La valoración de empresas pretende obtener un rango de valores que cuantifiquen los elementos de importancia para las empresas, ya sean elementos que componen su patrimonio (en caso de los activos no solamente los tangibles sino también los intangibles), su rentabilidad, su actividad u otro aspecto susceptible de valoración. La valoración, es por tanto, una opinión y como tal, es un valor económico subjetivo y abstracto, que no es único y que depende de las razones para las que se realiza, el método elegido, la persona que lo realice y el momento en el que se efectúe. Es también importante resaltar que el termino valor no es lo mismo que el término precio; circunstancia recogida hasta en el refranero nacional con la frase que nos dejó el poeta Antonio Machado que dice *“solo un necio confunde valor y precio”*. El precio es único y se corresponde con el importe monetario de una transacción resultante del equilibrio de la oferta y la demanda.

Por otro lado, es también pertinente cuestionarse por qué las empresas u otros usuarios de información recurren a la valoración. Entre las diversas razones se puede citar: separación de socios de una empresa (tanto no cotizada como cotizada), ampliaciones de capital, fusiones y adquisiciones, salidas a bolsa, segregación o escisión de una rama de negocio, planificación estratégica o valoración de herencias y testamentos. La valoración tiene, asimismo, una importancia creciente en el ámbito contable y de la auditoria por el uso del valor razonable.

Existen diversos métodos de valoración para llevar a cabo lo antedicho y varias clasificaciones de los mismos. Los primeros de ellos, denominados estáticos o patrimoniales, son métodos basados en el patrimonio de la empresa y que, en consecuencia, no tienen en cuenta la evolución futura de la compañía. Entre estos métodos estáticos se puede citar: el valor contable o activo neto, el valor contable ajustado, el valor de liquidación y el valor sustancial (valor de reposición de los activos). En segundo lugar, los

métodos basados en la cuenta de resultados (beneficios, ventas, dividendos) que determinan el valor de la empresa multiplicando alguna de esas magnitudes por un múltiplo. Este múltiplo suele responder a valores del sector de empresas cotizadas para los que se obtienen múltiplos con relativa facilidad. Suelen ser métodos rápidos de valoración o comprobación. Entre estos métodos destaca el PER (price earnings ratio usado en mercados bursátiles), el valor de los dividendos, múltiplo de las ventas (o unidades de producto fabricadas), múltiplo del BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos), múltiplo del EBITDA, múltiplo del flujo operativo, etc. En tercer lugar, los métodos basados en el descuento de flujos de caja, también denominados métodos dinámicos ya que determinan el valor de una empresa a través de la estimación de los flujos que la empresa generará en el futuro descontados con una tasa según el riesgo de los flujos. Este método es considerado como el más adecuado para la valoración de una empresa debido a que consideran a la misma como un ente generador de flujos, que es lo que determina el valor a futuro de una compañía. Por último, se pueden citar los métodos mixtos que combinan los métodos anteriores ya que incorporan una valoración estática de los activos de la empresa y una cierta dinamicidad porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

El método elegido para la valoración de ANTONIO CANO E HIJOS S.A es el de descuento de flujos de caja libre. Como ya se ha mencionado, en el mundo financiero y empresarial dicho método se considera habitualmente la metodología más adecuada para la valoración ya que tiene en consideración el valor total de una empresa y su actividad y tiene en cuenta la incertidumbre y el riesgo mediante la estimación de los flujos de caja y también de la tasa de descuento. Los flujos utilizados se corresponden con los flujos de fondos operativos (generados en las operaciones), sin tener en cuenta el endeudamiento (es decir, independientemente de cómo este financiada la empresa) y después de impuestos. Es el dinero que le quedaría a la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas para generar fondos suponiendo que no existe deuda. El flujo de caja libre puede ser positivo o negativo. En caso de ser positivo, no existiría incertidumbre en cuanto a la continuidad de la empresa ni a su solvencia. Sin embargo, en caso de ser negativo, la empresa podría encontrarse ante situaciones de insolvencia o liquidez puntuales (que podría resolverse, si es posible, con financiación ajena, de entidades financieras por ejemplo, o financiación propia mediante ampliaciones de capital) o en casos más extremos, situaciones en los que la continuidad empresarial podría ponerse en entredicho.

En este trabajo también se incide en dos parámetros que se consideran de gran importancia para una compañía como son el margen operativo (reflejado en el BAIT – beneficio antes de intereses e impuestos) y la liquidez (reflejado mediante las NOF – necesidades operativas de fondos – y que incluyen clientes, existencias, proveedores y tesorería operativa).

2. DESCRIPCIÓN EMPRESARIAL Y SECTORIAL

2.1 Historia y actividad de Antonio Cano e Hijos S.A.

ANTONIO CANO E HIJOS S.A es una empresa familiar gestionada por la segunda generación de la familia Cano y con domicilio social en el municipio de Luque, provincia de Córdoba. En el precitado municipio se encuentra fábrica y la almazara, mientras que la planta envasadora tiene su ubicación en el municipio de Baena. La principal actividad es la fabricación, envasado y comercialización de aceite de oliva virgen extra. No obstante, la mercantil cuenta en su objeto social, de acuerdo a sus estatutos, con otras actividades marginales como: la explotación de plantas fotovoltaicas; la producción, manipulación, envasado y comercialización de otro tipo de productos agrícolas (entre las cuales destacan el trigo y la elaboración harinera); la gestión de fincas agrícolas y la compraventa, tanto en el mercado nacional como en el exterior, de todo tipo de productos agrícolas.

La mercantil comenzó su andadura en el año 1968 de la mano de Antonio Cano Cano tras la adquisición de unas instalaciones en desuso consistentes en dos fábricas (una de harina y la otra de aceite). La actividad comenzó con la producción de harina ya que la familia Cano se había dedicado con anterioridad a dicho negocio. En el año 1987 se constituyeron por la familia dos mercantiles: una dedicada a la producción de harina, HARINAS ANTONIO CANO S.A., y la otra a la elaboración de aceite, ANTONIO CANO E HIJOS S.A. Desde el inicio de las actividades ligadas al aceite, la familia comenzó a investigar nuevas variedades de aceituna para la elaboración de nuevos aceites de oliva con mayor calidad y transformaron de modo radical el sistema tradicional de obtención del aceite, pasando del antiguo sistema de prensado al revolucionario sistema continuo o de centrifugado.

En los años 1990 y 1993 se acometieron importantes inversiones en ambas fábricas con el fin de mejorar la productividad y calidad en sendos productos. En el año 1997 comenzó la exportación del aceite de oliva al exterior. En 1998, con el fin de agilizar la gestión del negocio, se procedió a la fusión de ambas sociedades mercantiles en ANTONIO CANO E HIJOS S.A. que desarrolla ambas actividades, harinera y aceitera. En esta última actividad,

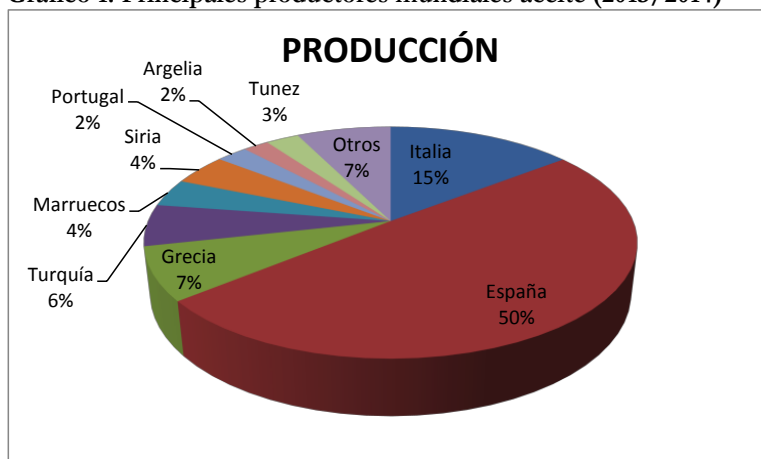
que es la principal, la mercantil apuesta claramente por líneas de producto de máxima calidad (virgen extra, Premium y ecológico).

2.2. Sector del aceite de oliva

El aceite de oliva se encuadra en el sector alimentario español. España es el primer productor y exportador mundial de aceite de oliva y dispone la mayor superficie dedicada al cultivo de olivo. La composición del sector está integrada por cuatro líneas de producto: (i) aceite de oliva extra, (ii) aceite de oliva virgen, (iii) aceite de oliva y, (iv) aceite de orujo de oliva. La venta a granel representa un elevado porcentaje del precitado sector.

El sector está concentrado en unas pocas Comunidades Autónomas siendo Andalucía la mayor productora. En el ámbito mundial los tres principales productores son España, Italia y Grecia gracias a su privilegiada posición geográfica en el Mediterráneo para el crecimiento de la aceituna, como muestra el gráfico siguiente:

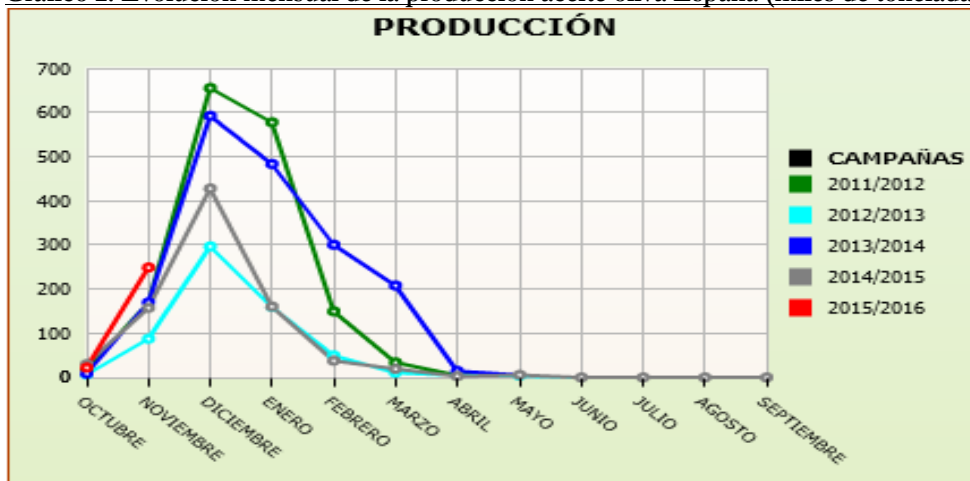
Gráfico 1: Principales productores mundiales aceite (2013/2014)



Fuente: Innoliva

La producción, como en la mayoría de productos agrícolas, depende de factores climatológicos y medioambientales (por ejemplo plagas), lo cual condiciona la oferta y, en consecuencia, el precio de equilibrio en el mercado. La elasticidad de la venta de aceite de oliva con respecto al precio es elevada ya que existen productos sustitutivos (aceite de girasol, mantequilla, etc). La implantación de avances tecnológicos ha conseguido paliar, en cierta medida, los precitados efectos cíclicos. El gráfico posterior muestra la producción mensual en España de las campañas 2011-2012, 2012-2013, 2013-2014, 2014-2015 y los dos meses de los que existe información de la campaña de 2015-2016. En el mismo se puede observar, no solo el carácter cíclico de la producción sino la estacionalidad siendo los meses de noviembre, diciembre, enero y febrero en los que se concentra la producción:

Gráfico 2: Evolución mensual de la producción aceite oliva España (miles de toneladas)



Fuente: Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente – Gobierno de España¹

La producción de la campaña 2014-2015, de acuerdo a datos del Ministerio de Agricultura, ascendió a 842,2 miles de toneladas mientras que en la campaña del 2013-2014 la producción en España ascendió a 1.781,5 miles de toneladas, poniendo de relieve el mencionado carácter cíclico de la actividad dependiendo de las campañas.

El sector del aceite de oliva en España se puede dividir en tres grandes actividades: (i) la producción y comercialización en origen, donde se encuentran todas las explotaciones agrarias destinadas al cultivo del olivo, además de las cooperativas de producción no industrializadas, (ii) la transformación industrial, donde se encuentran las almazaras (industriales o cooperativas), refinadoras, envasadoras y orujeras y, (iii) la comercialización en destino que aglutina re-ensadoras, plataformas e intermediarios, importadores y exportadores.

2.3 Principales empresas y posicionamiento en España

De acuerdo al ranking de empresas de fabricación de aceite de oliva facilitado por el periódico digital de El Economista, con datos obtenidos de INFORMA D&B, S.A², las principales empresas del precitado sector que se corresponde con el CNAE 1043 es el siguiente, (con datos en miles de euros):

1

http://aplicaciones.magrama.es/pwAgenciaAO/InfMercadosAceite.aao?dato_de=PRODUCCION&opcion_seleccionada=4120&control_acceso=S&idioma=ESP

² <http://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-1043.html>

Cuadro 1: Ranking sector español de fabricación aceite (CNAE 1043)

Nombre	Ventas 2014	EBITDA 2014	Margen EBITDA
MIGASA ACEITES, S.L.	575.274 €	25.446 €	4,42%
DEOLEO, S.A.	535.140 €	19.834 €	3,71%
ACEITES DEL SUR - COOSUR, S.A.	401.811 €	5.569 €	1,39%
FJ SANCHEZ SUCESTORES, S.A.	170.497 €	4.983 €	2,92%
ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.	103.493 €	3.103 €	3,00%
ROMERO ÁLVAREZ, S.A.	52.679 €	2.198 €	4,17%
OLIVAR DE SEGURA, S. COOP.	52.069 €	375 €	0,72%
ACEITES GARCÍA DE LA CRUZ, S.L.	42.712 €	1.071 €	2,51%
OLEO VERDE, S.L.	42.079 €	2.736 €	6,50%
COMPAÑÍA OLEÍCOLA DE REFINACIÓN Y ENVASADO, S.A.	36.265 €	803 €	2,21%

Fuente: Ranking empresas El Economista (e-informa), ver nota 1

De las empresas anteriores, solamente DEOLEO, S.A. cotiza en bolsa. Como puede observarse en el cuadro, de acuerdo a los datos de los ingresos del ejercicio del 2014, ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. ocuparía la quinta posición del ranking sectorial en el precitado CNAE. Por otro lado, el margen del EBITDA (BAIT antes de depreciación y amortización) sobre ventas, es de 3% mientras que el margen medio de las empresas incluidas asciende a 3,16%.

2.4. Tendencias futuras de mercado de aceite de oliva

De acuerdo a las últimas informaciones publicadas por el Consejo Oleícola Internacional (COI)³, se pronostica que la producción mundial de aceite de oliva en la campaña 2015/16, según los últimos datos estimados por los países, sea un 22% superior a producción de la campaña 2014/2015, situándose la cifra de producción mundial en alrededor de los 2.988.500 toneladas. Los países miembros del COI incrementarán su producción, según estimaciones, en un 43% respecto a la campaña anterior; mientras que en España la producción prevista será un 55% superior. Del mismo modo, el Consejo Oleícola Internacional estima que el consumo mundial de aceite de oliva crecerá en la campaña 2015/16 un 5% respecto de la campaña anterior. Estos datos sirven para justificar el crecimiento de la cifra de ventas de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

³ Newsletter - mercado oleícola - noviembre 2015 (<http://www.internationaloliveoil.org/news/view/682-year-2015-news/653-newsletter-mercado-oleicola-noviembre-2015>)

3. MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Con anterioridad a realizar el análisis de valoración mediante flujos de caja de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., en este apartado se realiza una descripción de los distintos pasos para la valoración que se realizará en los apartados 4 y 5. Este método de valoración basado en la rentabilidad futura de la compañía se lleva a cabo de la siguiente manera:

3.1 Análisis histórico-económico de la empresa

En primer lugar, es necesario recopilar la suficiente información acerca de la evolución económico-financiera reciente de la compañía además del sector en el que desarrolla su actividad:

- Diagnostico económico y financiero inicial: diagnóstico de los principales estados financieros de años pasados y cálculo de los principales ratios de rentabilidad y operativos con el fin de evaluar la situación actual de la compañía.
- Análisis estratégico y competitivo: análisis tanto externo del entorno en que se desarrolla la actividad (factores económicos, tecnológicos, políticos), como interno de la cadena de valor de la compañía con el fin de evaluar las actividades primarias del negocio y las actividades de apoyo.
- Análisis de la estructura organizativa: estudio del organigrama, del órgano de administración de la compañía y de la manera de proceder en la fabricación del producto con el fin de estimar la existencia de alguna ventaja competitiva respecto a sus competidores.
- Información general: información adicional (noticias, bases de datos, internet, análisis de memorias e informes de gestión) con el objetivo de completar el análisis histórico y económico de la empresa

3.2. Elementos del modelo de valoración de flujos de caja

En primer lugar, es importante definir un horizonte temporal para las proyecciones financieras y la actualización de las mismas. Los horizontes temporales finitos son comúnmente utilizados en la práctica. La extensión de los períodos temporales de actualización depende de la existencia o no de factores objetivos que signifiquen indudables ventajas competitivas de la mercantil que permitan la evaluación de horizontes temporales amplios, como las situaciones de protección de la producción industrial, imagen de marca, posiciones de cierto dominio en amplios mercados de demanda, perspectivas de crecimiento sectorial, protección a la entrada de nuevos competidores, etc

En segundo lugar, es preciso definir una serie de hipótesis que serán la base para la elaboración de las proyecciones de ingresos, gastos, inversiones o deuda:

- Hipótesis generales: económicas o sectoriales
- Hipótesis sobre la cuenta de resultados: cifra ingresos (crecimiento anual, carácter cíclico), costes de aprovisionamiento (como % de la cifra de ingresos, análisis de precios), coste salarial (necesidades de mano obra, crecimiento salarial y de seguridad social), otros gastos operativos, gastos de amortización, etc.
- Hipótesis sobre el balance: las principales magnitudes para estimar con incidencia en el flujo de caja libre son: (i) las NOF (necesidades operativas de fondos) que engloban las partidas de clientes, proveedores y existencias (y tesorería si la misma es operativa) y (ii) la inversión en activo fijo (por ejemplo maquinaria).
- Hipótesis de estructura financieras: financiación de recursos propios y ajenos (deuda).
- Análisis de coherencia: comprobación que las hipótesis tienen sentido global.

Una vez estimadas las hipótesis, es posible realizar un modelo con las proyecciones de las magnitudes de interés para la valoración de flujos de caja libres.

Posteriormente, es necesario determinar el coste medio ponderado de capital o *weighted average cost of capital* en inglés (WACC) que es el coste medio de las fuentes de financiación de la compañía tanto internas como externas. Esta variable es la tasa de descuento es con la que serán descontados los flujos de caja libre estimados en la valoración. Para proceder al cálculo de dicha tasa será necesario contar con las siguientes magnitudes: coste de los fondos propios (tasa de financiación de los fondos propios compuesta por un activo libre de riesgo, la beta y una prima de riesgo), coste de la deuda, estructura financiera, y el tipo impositivo porque la deuda genera interés que es un gasto fiscalmente deducible. El cálculo se realiza mediante la siguiente fórmula (donde FP: fondos propios, D: deuda, Kd: coste de deuda, Ke: coste de fondos propios, y T: tasa impositiva):

$$C.M.P.C = (Ke) * \frac{FP}{FP+D} + (1 - T) * (Kd) * \frac{D}{FP+D} \quad (1)$$

Por último, sería necesario calcular un valor residual de la compañía ya que en la práctica no es posible proyectar los flujos de caja libre hasta el infinito, sino hasta cuando existe certeza de sus resultados. Este valor residual se añade al flujo de caja libre del último año. Existen varias formas para su determinación.

Una vez calculados todos los elementos anteriores, se procede a la actualización de los flujos de caja estimados utilizando como tasa de descuento el coste medio del capital, con lo que finalmente se obtiene el VAN -valor actual neto-, que representa el valor de la empresa.

3.3 Interpretación de los resultados y sensibilidad.

El valor actual neto anterior se puede comparar con el obtenido mediante otros métodos de valoración incluyendo el método de comparables (múltiplos) o los métodos patrimoniales. En este punto, también es importante la comparación entre los valores contables y lo que se denomina el valor de mercado de los fondos propios (descontando del VAN la deuda financiera que la empresa tiene en la actualidad), ya que esta diferencia entre los valores contables y de mercado se traduce en el valor del fondo de comercio, que se registra en las operaciones de fusiones o adquisiciones.

Del mismo modo, es importante realizar distintos escenarios a la hora de valorar (escenarios optimista y pesimista, conservador, etc), contar con diferentes hipótesis de crecimiento y someter el resultado a un análisis de sensibilidad (respecto a las principales magnitudes o variables estimadas).

4. MODELO DE VALORACIÓN DE ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

En este epígrafe se realiza el modelo de valoración de la compañía ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. de acuerdo al método descrito en el apartado anterior y con el contexto sectorial del apartado segundo.

4.1 Análisis histórico financiero de la empresa

En primer lugar, se ha realizado un análisis de los estados financieros de la compañía con los datos obtenidos en la base de datos SABI y se han calculado diversos ratios de rentabilidad y operativos con el fin de realizar una evaluación financiera estática de la evolución empresarial de los últimos años.

4.1.1. Resumen de las principales variables financieras

Las principales magnitudes de interés en este trabajo se resumen en la tabla siguiente:

Cuadro 2: Resumen de las principales magnitudes y ratios

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Ventas	68.294.320	69.099.485	82.143.571	92.309.339	103.493.363	
<i>Crecimiento</i>	-	1,18%	18,88%	12,38%	12,12%	11,14%
Costes de Ventas	-64.009.088	-64.417.024	-76.688.306	-85.581.587	-96.317.621	
<i>Crecimiento</i>	-	0,64%	19,05%	11,60%	12,54%	10,96%
<i>% ventas</i>	93,73%	93,22%	93,36%	92,71%	93,07%	93,22%
Coste Salarial	-1.040.359	-1.120.032	-1.280.594	-1.412.573	-1.472.092	
<i>Crecimiento</i>	-	7,66%	14,34%	10,31%	4,21%	9,13%
<i>% ventas</i>	1,52%	1,62%	1,56%	1,53%	1,42%	1,53%
Gastos Operativos	-2.382.558	-2.617.841	-2.563.858	-2.628.273	-4.304.949	
<i>Crecimiento</i>	-	9,88%	-2,06%	2,51%	63,79%	6,22%
<i>% ventas</i>	3,49%	3,79%	3,12%	2,85%	4,16%	3,48%
BAIT/ EBIT	801.087	1.008.283	1.400.015	2.792.424	1.438.533	
<i>Crecimiento</i>	-	25,86%	38,85%	99,46%	-48,48%	28,92%
Beneficio Neto	251.520	320.644	316.569	264.213	535.031	
<i>Crecimiento</i>	-	27,48%	-1,27%	-16,54%	102,50%	28,04%
Inmovilizado material	3.010.254	3.321.812	6.603.716	5.674.180	5.882.822	
<i>Crecimiento</i>	-	10,35%	98,80%	-14,08%	3,68%	24,69%
Activo circulante	13.813.867	17.728.641	22.188.265	15.871.934	20.246.720	
NOF (sin tesorería)	7.896.081	9.458.687	11.650.420	9.404.753	9.162.538	
<i>% ventas</i>	11,56%	13,69%	14,18%	10,19%	8,85%	11,73%
Total activo	21.846.034	26.053.487	30.155.642	23.839.827	28.462.879	
Fondos propios	2.979.770	3.300.414	3.602.205	2.965.233	3.500.264	
Pasivo a l/p	4.384.619	4.775.504	4.414.965	3.174.977	4.671.560	
Pasivo a c/p	14.481.645	17.977.569	22.138.472	17.699.617	20.291.055	
Margen explotación	1,17%	1,46%	1,70%	3,03%	1,39%	1,75%
Rotación	3,13	2,65	2,72	3,87	3,64	3,20
ROE	8,44%	9,72%	8,79%	8,91%	15,29%	10,23%
ROCE	3,67%	3,87%	4,64%	11,71%	5,05%	5,79%
PMC	41,61	48,21	58,99	37,31	41,95	45,62
PMP	33,05	45,94	46,28	26,63	41,78	38,74
PMA	35,21	49,77	38,38	25,93	32,11	36,28
PMM	43,77	52,05	51,08	36,61	32,29	43,16
E/E+D	13,64%	12,67%	11,95%	12,44%	12,30%	12,60%
D/E+D	86,36%	87,33%	88,05%	87,56%	87,70%	87,40%
Tipo de gravamen	30,24%	30,42%	36,09%	30,83%	30,25%	31,57%
Tipo medio deuda	3,58%	3,98%	7,26%	47,38%	5,19%	5,02%

Fuente: Elaboración propia con datos SABÍ y cuentas anuales

De los datos anteriores, conviene llamar la atención sobre el crecimiento que experimentaron los “otros gastos de explotación” del año 2013 al año 2014 (63,8%), hecho que tuvo su incidencia negativa en el crecimiento del BAIT en ese periodo con un descenso del 48,5%. Este elevado incremento de los “otros gastos de explotación” en el 2014 se debe, como se puede observar en la memoria de la compañía del ejercicio 2014⁴, a que en ese ejercicio se reconocieron 1.293.738,94 euros de deterioro de créditos comerciales incobrables, que por tanto es un gasto extraordinario. Excluyendo esa cuantía, el ratio de

⁴ Nota 19.5 de la memoria de las cuentas anuales del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2014 de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., página 53

crecimiento de los “otros gastos de explotación”, sería de 14,57%, más en consonancia con el resto de años. El promedio del cuadro se ha calculado con este número ajustado. Este cálculo será importante para la estimación de las hipótesis de la valoración.

Del mismo modo, en el caso del tipo medio de deuda del año 2013, se observa como el ratio es excesivo. En las cuentas anuales de la compañía⁵ se describe que en el año 2013 la mercantil sufrió gastos financieros extraordinarios por “pérdidas MFAO” que ascendieron a 5.682.425; excluyendo esta cuantía, los gastos financieros del año 2013 ascienden a 682.621,98 euros, siendo el tipo medio de la deuda de ese año 5,08% y, por tanto, el promedio es de 5,02% (porcentaje que se incluye en la tabla anterior y que se usará para la valoración).

4.1.2. Definición de los ratios incluidos

De los datos del cuadro 2 anterior, conviene precisar la definición y utilidad de alguna de las magnitudes incluidas:

Ratios de rentabilidad

- Margen de Explotación: ratio calculado como el coeficiente del beneficio de explotación BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos) sobre las ventas.
- Rentabilidad Financiera o de los Fondos Propios (ROE – return on equity): ratio que mide la rentabilidad para el accionista y se calcula como el coeficiente del beneficio neto sobre los fondos propios
- Rentabilidad sobre el Capital Empleado (ROCE – return on capital employed): esta rentabilidad es asimilable a la rentabilidad económica o del negocio y se calcula, en el mundo financiero, como el coeficiente del BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos) sobre el activo neto o capital empleado. Este término de activo neto se calcula descontado de la cifra del activo total del balance la cuantía los proveedores y otros acreedores que son el pasivo sin coste explícito. No obstante, en un ámbito más contable, suele ser más común emplear en el denominador la cifra de activo total. En este trabajo el capital empleado coincidirá con la cifra del activo total.

Ratios Operativos

- Plazo medio de cobro (PMC): periodo que transcurre hasta que la compañía cobra las ventas a sus clientes.

⁵ Nota 19.8 de la memoria de las cuentas anuales del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2014 de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., página 54

- Plazo medio de pago (PMP): periodo que transcurre hasta que la compañía paga las compras a sus proveedores.
- Plazo medio de almacén (PMA): número de días que la materia prima está en almacén antes de comenzar el proceso de fabricación y calculado de la siguiente forma: $(\text{saldo medio en almacén} / \text{consumo anual de materias primas}) * 365$.
- Periodo medio de maduración (PMM): resultado de la suma de los días del periodo medio de cobro y almacén, descontando el periodo medio de pago a proveedores. El resultado puede ser negativo o positivo. En caso de que el mismo sea negativo refleja que la empresa dispone de un exceso de financiación. Sin embargo, cuando la variable es positiva sucede lo contrario, la empresa necesita financiación para el activo circulante, magnitud esencial para la producción del producto de la empresa.

Por último, sería preciso definir el término NOF (Necesidades Operativas de Fondos) y que se corresponde con la inversión neta en circulante y que se ha calculado como la suma de los saldos de clientes y existencias deduciendo del resultado los saldos de acreedores comerciales a corto plazo o similares (proveedores, acreedores varios).

4.1.3. Análisis de las principales variables y ratios

La mercantil ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. ha experimentado un importante crecimiento de las ventas en el periodo de 2010-2014 con un crecimiento total en esos años del 51,5% situándose en el año 2014 la cifra de ventas en 103.493.363 euros.

Los márgenes de explotación son reducidos, en un intervalo del 1,17% al 3,03% en los años observados (la compañía por cada 100€ vendidos obtiene un beneficio operativo como máximo de 3,03 € en el año 2013). Como ya se comentó en el apartado de las principales empresas del sector en España, el margen de ANTONIO CANO E HIJOS S.A. se situaba en el promedio de las 10 empresas líderes en el sector, dejando constancia que es un sector, por sus características, más orientado a la rotación y no al margen con una diferencia entre el precio de venta y el coste de producción muy reducido. Es importante destacar como los costes de ventas representan, en promedio, un 93,22% de la cifra de ventas; es decir, que estos costes son los costes principales de la compañía. Los costes de venta son variables y, en este caso, serán en su mayoría los aprovisionamientos de aceitunas y otras materias primas.

En todo el periodo 2010-2014, la compañía ha obtenido importantes beneficios finales que en el año 2014 fueron de 535.031 euros.

La rentabilidad financiera (ROE) oscila en un rango de 8,44% y 15,29%, siendo este último el valor del año 2014. Sin embargo, cabe resaltar que en el resto de años analizados, solamente se supera el ratio de 8% en el año 2011, cuando ascendió a 9,72%. Es importante precisar, desde el punto de vista de estructura financiera, que el promedio de los años 2010-2014 del ratio de Recursos Propios sobre el total de Recursos Propios y Ajenos asciende a 12,60%, mientras que el promedio del ratio de Recursos Ajenos sobre los Propios y Ajenos asciende a 87,40%. Es decir, la empresa tiene estructura financiera apalancada (endeudada).

La rentabilidad económica, medida por el ROCE, es todavía más baja siendo el promedio de los cinco años de análisis de 5.79%. Esta situación podría suponer un problema para la empresa debido a la relación existente entre el apalancamiento financiero y la rentabilidad financiera de la empresa. La fórmula siguiente explica la relación entre la rentabilidad financiera (medida con el ROE) y la rentabilidad económica (medida con el ROCE).

$$ROE = ROCE * (1-T) + \frac{RECURSOS AJENOS}{RECURSOS PROPIOS} * (ROCE - I) * (1-T) \quad (2)$$

La rentabilidad financiera incluye la diferencia entre la rentabilidad económica y el tipo de interés de la deuda (ROCE – Interés deuda). En el momento en que la rentabilidad económica descienda por debajo del coste de la deuda, se producirá un efecto multiplicador del segundo sumando de la fórmula, que perjudicará gravemente la rentabilidad financiera de los propietarios de la empresa. Esta circunstancia tiene que ser supervisada y gestionada por los gestores de ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

En cuanto al análisis de los periodos medios de la empresa, desde que la misma vende los productos a sus clientes hasta que estos pagan las mercancías a la compañía transcurren, de acuerdo al promedio de los cinco años estudiados, 46 días. Sin embargo, la empresa paga a sus proveedores en 39 días de media; mientras que el promedio de la rotación de las existencias en el almacén es de 36 días. Todo expuesto supone un periodo medio de maduración de 43 días, promedio del periodo analizado.

La empresa dispone de bajo poder de negociación con el cliente por el hecho de los 7 días de distancia entre el periodo medio de cobro y pago. Esta condición supone que ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. necesita financiación para atender el pago a sus proveedores las mercancías por los 7 días precitados de diferencia desde que tiene que pagar hasta cobra. En cuanto a la rotación del almacén, la misma es de 10 días antes de cobrar las ventas que realiza al cliente; hecho que se explica porque las mercancías las compra a los proveedores debiendo atender el pago antes de que se cumplimente el cobro

a los clientes. Como hemos visto, el periodo medio de maduración es positivo, por lo que la empresa no dispone de exceso de financiación y justifica, parcialmente, el elevado ratio de los recursos ajenos respecto del total (alto endeudamiento).

4.1.5 Análisis estratégico y competitivo de ANTONIO CANO E HIJOS S.A

La estrategia competitiva, de acuerdo a lo que se recoge en sus informaciones públicas, de ANTONIO CANO E HIJOS es la de liderazgo en producto (marca) y especialización con una apuesta clara en una línea de producto de calidad (aceite de oliva virgen extra, Premium, proceso productivo ecológico, etc). Sin embargo, en el análisis económico – financiero, los márgenes, en la media del sector pero inferiores de alguno de los líderes del sector, no representan esta estrategia adoptada sino más bien la de producción de un aceite más convencional, como refleja la alta rotación de sus ventas con los escasos márgenes. Por otro lado, en la memoria de las cuentas anuales del ejercicio 2014⁶, se pone de manifiesto como la mayoría de las ventas de aceite eran ventas a granel (un total de 92.305.099 euros del total de ventas de 103.493.363; es decir, un 89%).

No obstante, la coyuntura del mercado y las expectativas de crecimiento suponen que la empresa tiene capacidad de incrementar las ventas de manera importante aunque sea por medio de ventas a granel.

4.2 Hipótesis y proyecciones financieras de ANTONIO CANO E HIJOS S.A

El horizonte temporal escogido en este caso es de cinco años en este caso, al ser un espacio temporal entre el medio y largo plazo.

En cuanto a las hipótesis para el cálculo de los flujos de caja, se ha optado por calcular el promedio histórico (del periodo de análisis explicado) del crecimiento (o decrecimiento) de las variables utilizadas. Los distintos promedios utilizados se pueden observar en el cuadro 2 de resumen de las principales magnitudes y ratios. Las hipótesis para este modelo de valoración son las siguientes:

- Crecimiento de los ingresos de explotación: 11,08% anual (promedio histórico)
- Crecimiento de los costes de ventas: crecimiento de 10,96% anual (promedio histórico; en este punto es importante mencionar como el crecimiento de la cifra de ingresos y la del coste de ventas (de materias primas principalmente; es decir, aceitunas) es muy similar, lo cual supondría un coeficiente de costes de ventas sobre ingresos similar en las proyecciones. Los costes de venta suelen ser costes

⁶ Nota 19.1 de la memoria de las cuentas anuales de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. DE 2014, página 51

variables (a mayor producción, mayor coste), por lo que un crecimiento similar de ambas magnitudes tiene lógica.

- Crecimiento del coste salarial: 9,13% anual (promedio histórico); el crecimiento del coste salarial es menor que el de las ventas pero a mayor producción, mayor número de trabajadores necesarios, por lo que el crecimiento es también importante.
- Crecimiento de otros gastos operativos: 6,22% (promedio histórico excluyendo del ratio del año 2014 los gastos extraordinarios anteriormente mencionados); el crecimiento de estos gastos es menor que el crecimiento de las ventas dado que hay gastos que no dependen solamente de la producción (costes de servicios profesionales independientes, servicios bancarios, publicidad, etc).
- Crecimiento de los gastos de amortización: crecimiento igual que la tasa de inversión en activos fijos (si bien el efecto en el flujo de caja es nulo).
- NOF sin tesorería: 11,73% (promedio histórico como se muestra en el cuadro 2); en este caso el promedio histórico de los cinco años se ha calculado como el porcentaje de las NOF sin tesorería sobre las ventas.
- Tasa de inversión en activos fijos: 24,69% (promedio histórico del crecimiento del inmovilizado material como se muestra en el cuadro 2); la tasa de inversión en los activos puede considerarse elevada. No obstante, el crecimiento de la cifra de ventas así como las expectativas del sector implican que sería necesario la inversión en activos materiales para poder llevar a cabo tal incremento de producción. Del mismo modo, parte de las instalaciones de la empresa datan de las décadas 70 y 80, por lo que precisarán de renovación.

Los flujos de caja serán calculados de acuerdo al esquema siguiente:

Cuadro 3: Cálculo de FLUJOS DE CAJA

FLUJO DE CAJA
+ Ingreso de explotación
- Gastos de explotación
- DEA
BAIT
- Impuestos
BDT
+ DEA
(+/-) Incremento o disminución de las NOF
- Inversiones Activo Fijo
Flujo de Caja Libre

Fuente: Apuntes de Valoración y Dirección Financiera

Como se puede observar, las partidas de gastos operativos han sido incluidas en una sola partida llamada gastos de explotación. Los gastos de amortización que hemos visto en las hipótesis del Balance de situación corresponden a la DEA (dotación del ejercicio a la amortización). La suma de los anteriores (considerando los gastos con signo negativo), resulta el BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos), por lo que el cálculo del flujo de caja libre podría comenzarse desde esa variable. Posteriormente, se descuenta el impuesto (en principio habría que descontar el impuesto pagado, salida de flujo; en la práctica se suele estimar como porcentaje del beneficio) para llegar al BDT (beneficio después de impuestos). Luego hay que sumar la partida de la DEA dado que la amortización es un gasto que no supone una salida de caja (de efectivo), por lo que no hay que tenerlo en cuenta en el cálculo del flujo de caja libre. Las dos últimas partidas para llegar al saldo del flujo de caja son las relacionadas con el balance de situación (inversiones en NOF y en activo fijo). El resultado es el flujo de caja libre.

Con las hipótesis y el cálculo descrito, el flujo de caja libre para el horizonte temporal de 5 años que se ha considerado en esta valoración es el siguiente:

Cuadro 4: Flujo de caja libre estimado ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

FLUJOS DE CAJA	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
Ingresos de explotación	115.416.508 €	128.204.657 €	142.409.733 €	158.188.731 €	175.716.043 €
Gastos de explotación	-113.053.242 €	-125.197.732 €	-138.657.092 €	-153.574.349 €	-170.108.129 €
DEA	-462.296 €	-576.436 €	-718.759 €	-896.220 €	-1.117.497 €
BAIT	1.900.970 €	2.430.488 €	3.033.882 €	3.718.162 €	4.490.417 €
Impuestos	600.067 €	767.217 €	957.686 €	1.173.689 €	1.417.461 €
BDT	1.300.903 €	1.663.272 €	2.076.196 €	2.544.474 €	3.072.955 €
DEA	462.296 €	576.436 €	718.759 €	896.220 €	1.117.497 €
Incremento o disminución NOF	-1.074.766 €	-1.200.836 €	-1.341.694 €	-1.499.074 €	-1.674.916 €
Inversiones Activo Fijo	-462.296 €	-576.436 €	-718.759 €	-896.220 €	-1.117.497 €
Flujo de Caja Libre	226.137 €	462.436 €	734.502 €	1.045.399 €	1.398.040 €

Fuente: Elaboración propia

Cabe destacar que el flujo de caja libre estimado es positivo en los años proyectados y que además incrementa cada año.

Por otro lado, en cuanto a la estructura financiera, el ratio de recursos ajenos sobre recursos totales así como el ratio de recursos propios sobre recursos totales son bastante constantes en el tiempo analizado, por lo que se ha considerado el promedio de los mismos en lo que afecta a este análisis de valoración:

Cuadro 5: Estructura financiera

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
FP/FP+D	13,64%	12,67%	11,95%	12,44%	12,30%	12,60%
D/FP+D	86,36%	87,33%	88,05%	87,56%	87,70%	87,40%

Fuente: Elaboración propia con datos SABI

En cuanto a la coherencia de las hipótesis mencionadas, se considera que son adecuadas para el caso de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. como se ha explicado con cada una de ellas. Hay que resaltar que el sector en que la empresa actúa es un sector maduro donde la adquisición de una tecnología especial que no tengan los competidores es difícil, lo cual dificulta disponer de ventajas competitivas.

4.3. Cálculo de Coste Medio Ponderado de Capital

4.3.1. Fórmulas utilizadas y explicación

Para llevar a cabo la valoración es preciso contar con el factor de actualización o coste medio ponderado de capital, como ya se reflejó en el apartado 3 de este trabajo. Este se va a calcular mediante la siguiente expresión, ya referenciada con (1):

$$C.M.P.C = (Ke) * \frac{FP}{FP + D} + (1 - T) * (Kd) * \frac{D}{FP + D}$$

Las variables de esta fórmula son: **FP**: fondos propios; **D**: deuda (pasivo); **T**: tipo impositivo; **Kd**: coste de la deuda; **Ke**: coste de los fondos propios.

Para el cálculo de esta última variable (Ke), se utiliza la fórmula siguiente:

$$Ke = Rf + B \text{ leverage} * PR \quad (3) \text{ donde,}$$

Rf: retorno del activo libre de riesgo, habitualmente son los bonos de deuda que emiten los estados (de países desarrollados y de referencia - Estados Unidos, Alemania- que no suponen ningún riesgo de impago).

Beta: sensibilidad de la compañía respecto al movimiento del mercado. En este caso, existe el problema de que ANTONIO CANO E HIJOS S.A no cotiza y que hay que realizar una aproximación de betas de empresas del mismo sector que coticen. Para la obtención de las betas de esas empresas necesitamos calcular las rentabilidades de sus acciones y el índice de mercado al que están referenciadas.

Prima de riesgo: diferencia de la rentabilidad del mercado y el activo libre de riesgo.

Por otro lado, con respecto a la Beta es importante precisar que el cálculo de la misma se realiza porque se supone que las compañías comparables que desarrollan su actividad en el mismo sector, tienen el mismo riesgo de negocio, que se mide con la beta des-apalancada.

Por tanto, una vez obtenida la Beta levered (apalancada) de la empresa comparable, se des-apalanca con el fin de emplearla para ANTONIO CANO E HIJOS S.A. Para esta operación, es preciso emplear el modelo CAPM (Capital asset pricing model) que, aunque no se explique en su totalidad por no ser el objeto de este trabajo, tiene una expresión para la relación entre la B levered(apalancada) y B unlevered (no-apalancada):

$$Bl = Bu * \left[1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right) \right] - Bd \left(\frac{D}{E} \right) (1 - T) \quad (4)$$

Donde, **Bl**: Beta de los fondos propios o equity (apalancamiento financiero); **Bu**: Beta del negocio (apalancamiento operativo); **Bd**: Beta de la deuda; **T**: Tipo impositivo; **D**: valor mercado de la deuda. De todos los parámetros que aparecen en la fórmula, el de interés para la valoración es la Beta del negocio (Bu). Para su cálculo y por dificultad de estimación de la Beta de deuda (Bd) se estima que es 0 para llegar al siguiente valor de Bu:

$$Bu = \frac{Bl}{\left[1 + (1 - T) \left(\frac{D}{E} \right) \right]} \quad (5), \quad \text{si } Bd=0$$

Estas fórmulas (4) y (5) serán utilizadas para hallar la Beta apalancada de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

4.3.2 Cálculo de la beta apalancada

Para poder realizar los cálculos anteriores, es preciso disponer de compañías comparables (mismo sector en cuanto a CNAE 1043: fabricación de aceite de oliva) y que además coticen en bolsa. El objetivo es calcular las betas apalancadas de las compañías comparables para proceder a des-apalancarlas y calcular la beta apalancada de la empresa no cotizada ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

Como se comentó en el apartado relativo a las empresas del sector (apartado 2.3), de acuerdo al ranking de las compañías correspondientes al CNAE 1043⁷, la única compañía que cotiza en bolsa es DEOLEO, S.A., y, por tanto, es la que se utiliza en la explicación aunque sería deseable la existencia de más comprables que cotizaran. La compañía DEOLEO, S.A. no forma parte del índice IBEX 35 de acuerdo a la lista de las empresas que componen el índice⁸, por lo que se elabora el cálculo de la beta de DEOLEO con el índice del IBEX.SMALL.CAP. Además, la empresa en sus cuentas anuales, auditadas por DELOITTE en los ejercicios 2013 y 2014,⁹ hace constar que el índice de referencia al que

⁷ <http://ranking-empresas.eleconomista.es/sector-1043.html>

⁸ <http://www.bmerv.es/docs/sbolsas/indices/avisos/esp/gestorindice/AG0615.pdf>

⁹ http://deoleo.com/accionistas-e-inversores/informacion-economica-financiera/cuentas-anuales-auditadas/?wpfb_file_sort=%3Efile_date

cotizan las acciones es precitado índice IBEX.SMALL.CAP. Los precios de las acciones de DEOLEO, S.A. y de INDICE.SMALL.CAP se han obtenido de Invertia¹⁰, así como el resto de la información necesaria de la mercantil.

El horizonte temporal de precios que se ha considerado ha sido de dos años, desde el 31/12/2014 hasta el 02/01/2013; periodo para el cual se han obtenido los precios de cotización de las acciones de DEOLEO y del índice mencionado.

En base a los precios de cada sesión bursátil del INDICE.SMALL.CAP, se ha calculado el logaritmo neperiano del cociente del precio de una sesión respecto a de la sesión anterior, como indicador de la rentabilidad diaria (necesaria para el cálculo de la Beta apalancada)

Cuadro 6: Cálculo en Excel de la rentabilidad diaria

Fecha	Último	Apert.	%Dif.	Máx.	Mín.	Volumen	Rentabilidad
31/12/14	4.322,10	4.245,50	1,40%	4.322,10	4.217,00	41.425.922	=LN(C3/C4)
30/12/14	4.260,50	4.252,50	-0,20%	4.260,50	4.214,90	25.375.980	LN(número)
29/12/14	4.270,60	4.293,00	-0,90%	4.302,90	4.220,70	24.864.531	-0,95%

Fuente: Inversia

Con todas las rentabilidades diarias se calcula el promedio del conjunto y se multiplica por 254 días para conseguir la rentabilidad anual, de la que posteriormente se calcula su varianza y su desviación típica. Los datos correspondientes a los años 2013 y 2014 son los siguientes:

Cuadro 7: Variables INDICE.SMALL.CAP

AÑO 2014		AÑO 2013		AÑOS 2013/2014	
IBEX.small.cap		IBEX.small.cap		IBEX.small.cap	
Promedio (FERR.):	-0,048%	Promedio (IBEX.Small.Cap.)	0,139%	Promedio (FERR.):	0,045%
Promedio Anual:	-12,29%	Promedio Anual:	34,95%	Promedio anual:	11,45%
Varianza (FERR.):	0,0001326	Varianza (IBEX.Small.Cap)	0,0000934	Varianza (FERR.):	0,0001139
D. estandar (FERR.):	0,0115147	D. estandar (IBEX.Small.Cap)	0,009663704	D. estandar (FERR.):	0,010674187

Fuente: Inversia y elaboración propia

El dato resaltado de 11,45% se consideraría la rentabilidad de mercado. Estos datos son también de interés para el análisis de sensibilidad que se verá posteriormente.

El mismo proceso se repite para la empresa DEOLEO S.A. Con todos estos datos obtenidos, se calcula la covarianza de los datos de IBEX.SMALL.CAP y DEOLEO S.A. La Beta apalancada de DEOLEO se calcularía con la siguiente fórmula en Excel:

$$B_{I\ DEOLEO} = \frac{Cov (IBEX.SMALL.CAP; DEOLEO S.A)}{Var (IBEX.SMALL.CAP)} \quad (6)$$

Los datos de mercado así como la Beta apalancada obtenidos para DEOLEO, S.A. son los siguientes:

¹⁰ <http://www.invertia.com/>

Cuadro 8: Variables DEOLEO, S.A.

AÑO 2014		AÑO 2013		AÑOS 2013/2014	
DEOLEO		DEOLEO		DEOLEO	
Promedio (FERR.):	-0,083%	Promedio (FERR.):	0,191%	Promedio (FERR.):	0,053%
Promedio anual:	-21,26%	Promedio anual:	48,09%	Promedio Anual:	13,57%
Varianza (FERR.):	0,0004356	Varianza (FERR.):	0,0007526	Varianza (FERR.):	0,0005954
D. estandar (FERR.):	0,02087144	D. estandar (FERR.):	0,02743411	D. estandar (FERR.):	0,024400401
Cov. (IBEX.SMALL.CAP, DEOLEO)		Cov. (IBEX.SMALL.CAP, DEOLEO)		Cov. (IBEX.SMALL.CAP, DEOLEO)	
Beta DEOLEO	0,443	Beta DEOLEO	0,649	Beta DEOLEO	0,507

Fuente: Inversia y elaboración propia

La Beta apalancada de DEOLEO utilizada es de 0,507 de acuerdo al cuadro anterior. Para el cálculo de la Beta no-apalancada (Bu) de DEOLEO, S.A. de acuerdo a las fórmulas (4) y (5) explicadas anteriormente se necesitan, además, las siguientes variables:

- Estructura financiera (D/E): se ha utilizado el promedio de los 5 años del ratio de deuda sobre fondos propios de los datos de DEOLEO obtenidos en la base de datos SABI, de acuerdo a la tabla siguiente. El resultado asciende a 1,73 que es el utilizado para calcular la Beta no apalancada de la compañía.

Cuadro 9: Estructura financiera DEOLEO, S.A.

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Fondos Propios	836.774.000	812.179.000	560.650.000	625.358.000	569.009.000	
Pasivo	1.531.888.000	1.174.134.000	1.106.202.000	1.098.589.000	945.484.000	
D/E	1,83	1,45	1,97	1,76	1,66	1,73
E/E+D	35,33%	40,89%	33,64%	36,27%	37,57%	36,7%
D/E+D	64,67%	59,11%	66,36%	63,73%	62,43%	63,3%

Fuente: Elaboración propia con datos SABI

- Tipo impositivo: el tipo marginal estimado para la compañía es de 30% dado que los que se calculaba mediante los datos de SABI (con el coeficiente de impuesto sobre beneficio antes de impuestos) incluían tanto BAI negativos así como coeficientes demasiado elevados, no adecuados para el mercado.

Los datos anteriores se sustituyen en la fórmula (5) $Bu = \frac{Bl}{1+(1-T)\left(\frac{D}{E}\right)}$ obteniendo una Beta del negocio para DEOLEO de 0,229, que será la Beta de negocio del sector, y por tanto de ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

Esta Beta desapalancada está asociada al riesgo del activo. El resultado obtenido es bajo (inferior a 1, nivel de corte que determina el grado de exposición al riesgo; siendo bajo de 0 a 1 y alto por encima de 1). Este resultado tan bajo de la Beta del negocio se explica por:

- Bajo apalancamiento operativo (la estructura de costes fijos y de la compañía) ya que cuanto mayor es la proporción de costes fijos mayor

riesgo ya que estos costes fijos no pueden dejar de asumirse si desciende la producción; mientras que los variables varían con la producción. En este caso, el porcentaje de los costes variables (la mayoría de costes de ventas) es superior al de los fijos.

- ii. Naturaleza del producto ofrecido: si bien existen sustitutos al aceite de oliva, es un producto de consumo no estacionario y aunque no sea un producto de primera necesidad tampoco lo es de lujo. Además, se considera un producto saludable.

Una vez obtenida la Beta desapalancada (o no-apalancada) de la sociedad, mediante la fórmula del modelo CAPM, se obtiene la beta apalancada de ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

Para el cálculo de la Beta apalancada de ANTONIO CANO E HIJOS S.A. se necesitan, además de la Beta no-apalancada anterior, las siguientes variables que también serán de utilidad para cálculos posteriores:

- Estructura financiera (D/E): de acuerdo a los datos del cuadro 2 explicado anteriormente y basado en los datos de SABI, se calcula el promedio de los 5 años del periodo de análisis y se obtiene un ratio de 6,95.

Cuadro 10: Estructura financiera ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Fondos Propios	2.979.770	3.300.414	3.602.205	2.965.233	3.500.264	
Pasivo	18.866.264	22.753.073	26.553.437	20.874.594	24.962.615	
D/E	6,33	6,89	7,37	7,04	7,13	6,95
E/E+D	13,64%	12,67%	11,95%	12,44%	12,30%	12,6%
D/E+D	86,36%	87,33%	88,05%	87,56%	87,70%	87,4%

Fuente: Elaboración propia con datos SABI

Se ha incluido en el cuadro anterior el promedio de los recursos propios y ajenos sobre el total que serán de utilidad en el siguiente epígrafe. Para la fórmula del CMPC, E es equivalente a FP (equity o fondos propios)

- Tipo impositivo: el tipo marginal estimado para la compañía se corresponde con el promedio histórico del tipo de gravamen como consta en el cuadro 2 de resumen de las principales magnitudes de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. y asciende a 31,57%.

Con los datos anteriores y sustituyéndolos en la ya explicada fórmula (5) se calcula la Beta apalancada para ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. que asciende a 1,318. En este caso, la

Beta apalancada supera el valor de 1, lo cual implica un grado alto de riesgo. La explicación es que la empresa está muy endeudada (lo que se conoce en el argot de los negocios como apalancada, dando nombre a dicha Beta). El promedio de los cinco años analizados del ratio de deuda (o recursos ajenos) sobre recursos totales asciende a 87,4%; mientras que el promedio del ratio de fondos propios sobre recursos totales es de 12,6%. Todo ello refleja la exposición que tiene la compañía a la deuda, y en especial la financiación bancaria, justificando así el alto grado de exposición al riesgo.

4.3.3. Cálculo y explicación del resto de variables (K_e y K_d)

Para el cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC), como tasa de descuento para la valoración mediante el descuento de flujos, mediante la fórmula (1) que ya se ha definido en el apartado 4.3.1 son todavía necesarias las variables de coste de fondos propios (K_e) y coste de deuda (K_d).

Para el cálculo del coste de los fondos propios K_e se definió la fórmula (3) $K_e = R_f + B \text{ leverage} * PR$, de la que todavía es preciso definir la rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f) y la prima de riesgo (PR):

- Rentabilidad del activo libre de riesgo (R_f): se ha considerado el bono español a diez años como el activo libre de riesgo oportuno para incluir en nuestra valoración. El tipo de interés de este bono en diciembre de 2015 era de 1,74%. En diciembre de 2014, la rentabilidad de este bono se situó en un intervalo de valores de 1,60%-1,90%, por lo que el valor de diciembre de 2015 se considera adecuado al ser muy similar. La razón de que sea tan bajo se debe a la actual coyuntura económica europea en la que los tipos de interés de referencia del Banco Central Europea son bajos con la intención de activar la economía.
- Prima de riesgo (PR): es necesario tener en cuenta dos parámetros que han sido explicados con anterioridad: la rentabilidad anual del IBEX.SMALL.CAP (establecida en 11,45% en el cuadro 7) y la rentabilidad del activo libre de riesgo (1,74%). La diferencia entre ambas asciende a 9,71%, que se asimila a la prima de riesgo.

Con la beta apalancada de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., la rentabilidad del activo libre de riesgo y la prima de riesgo, se calcula el coste de los fondos propios (K_e) sustituyendo los valores en la fórmula (3), resultando en un K_e de 14,53% (es decir, el coste para los accionistas de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. asciende a 14,53%). Este coste se asimila a la rentabilidad que solicitarían los accionistas a la hora de invertir en

ANTONIO CANO E HIJOS S.A si cotizase en Bolsa. El hecho de ser tan elevado representa el riesgo que los accionistas tendrían por el alto apalancamiento financiero.

El coste de deuda (K_d) se ha calculado como el promedio del coeficiente de los gastos financieros de la cuenta de resultados sobre el pasivo no corriente más las deudas financieras del balance de situación. El promedio de los años analizados, como consta en el cuadro 2, asciende a 5,02% (excluyendo los gastos financieros extraordinarios del año 2013, como ya se explicó) y su composición es la siguiente:

Cuadro 11: Cálculo del coste de deuda

	2010	2011	2012	2013	2014	Promedio
Pasivo fijo	4.384.619	4.775.504	4.414.965	3.174.977	4.671.560	
Deuda financiera a c/p	8.196.145	9.084.535	10.203.904	10.260.190	8.458.229	
Gastos financieros	-450.912	-551.156	-1.062.027	-6.365.047	-681.986	
Gastos extraordinarios				-5.682.425		
Tipo medio deuda	3,58%	3,98%	7,26%	5,08%	5,19%	5,02%

Fuente: Elaboración propia con datos SABI y cuentas anuales

4.3.4. Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital

Con la fórmula (1) ya definida y todas las variables explicadas a lo largo de este apartado, se calcula el coste medio ponderado de capital que asciende a 4,38%:

Cuadro 12: Cálculo Coste Medio Ponderado del Capital

Tasa Libre de Riesgo (R_f)	1,74%
Prima de Riesgo	9,71%
Beta de la deuda	0,33797
Beta desapalancada	0,22888
K_u	0,03961
Beta Equity	1,31802
K_e	14,53%
K_d	5,02%
$K_d \cdot (1-t)$	3,44%
$FP / (FP+D)$	12,60%
$D / (FP+D)$	87,40%
CMPC/ WACC	4,83%

Fuente: Elaboración propia

4.4. Valor residual

Existe más de una manera de calcular el valor residual. En este caso y en base a la continuidad del proyecto empresarial de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. se elige la siguiente, que se basa en un crecimiento constante a partir del último año proyectado:

$$VR = \frac{FC \cdot (1+g)}{(WACC-g)} \quad (7)$$

Donde **FC**: flujo de caja del último año proyectado; **WACC**: es el coste medio ponderado de capital (CMPC); y **g**: tasa de crecimiento.

Para el cálculo de la tasa de crecimiento (**g**) se ha utilizado el producto (multiplicación) del ROE y del crecimiento de fondos propios mediante incremento de reservas. La media del ROE de los años analizados, que ha sido de un 10,23% (cuadro 2). La otra magnitud empleada ha sido la media del crecimiento del beneficio neto (que irá destinado a reservas) en términos porcentuales, un 28,04% (cuadro 2). La empresa ha destinado históricamente sus beneficios a reservas al ser una empresa familiar (como se constata en las cuentas anuales del 2014). Por tanto, se ha considerado que en el futuro continuará haciendo lo mismo y que esos beneficios se destinarán a reservas. Multiplicando estas dos variables (10,23% y 28,04%) el resultado da un 2,87%, que será la tasa de crecimiento.

El valor residual (VR) con una tasa de crecimiento de 2,87% y con el resto de variables ya explicadas sustituidas en la fórmula (7), asciende a **73.185.597,64** euros.

No obstante, si bien la empresa ha destinado históricamente sus beneficios a reservas, si se estima que los beneficios crezcan a una tasa del 28,04% y la empresa genere un flujo de caja positivo y beneficios importantes, es natural pensar que los accionistas exijan en algún momento la percepción de dividendos mediante reparto de beneficios. Este escenario se ha usado en un análisis de sensibilidad que se explicará en el apartado 6.

5. VALORACIÓN FINAL E INTERPRETACIÓN

5.1 Resultado de la valoración

Una vez se han calculado los flujos de caja libres de la empresa ANTONIO CANO E HIJOS S.A y su valor residual se puede obtener el valor actual de la empresa haciendo uso del coste medio ponderado del capital, como tasa de descuento. Los cálculos detallados en Excel se muestran a continuación (donde FCL equivale a Flujo de Caja Libre), aunque también se puede usar la fórmula en Excel que permite calcular el valor actual (VNA):

Cuadro 13: Cálculo del Valor Actual

	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E	FC ultimo año + VR
FCL	226.137,0 €	462.435,8 €	734.502,0 €	1.045.399,3 €	1.398.039,6 €	74.583.637,2 €
Tasa descuento	1,048 1,048	1,048 1,099	1,048 1,152	1,048 1,208	1,048 1,266	
FCL descontado	215.711,0 €	420.777,6 €	637.521,6 €	865.535,1 €	58.904.259,0 €	
VAN	61.043.804,3 €					

Fuente: Elaboración propia

La tasa de descuento (CMPC) permanece constante y para el descuento de cada año (n) se utiliza:

$$\text{Flujo de Caja Descontado} = \frac{\text{Flujo de Caja Libre}}{(1+\text{Tasa de Descuento})^n} \quad (8)$$

La suma de todos los flujos de caja libres descontados proporciona el Valor Actual Neto (VAN) de la empresa; es decir, el valor total de la misma y que asciende, en este caso, a **61.043.804,3 euros**.

Es preciso destacar que lo que sustenta este VAN es el Valor Residual, ya que dicho valor asciende a 73.185.597,64 euros. Si se realizara un VAN solo de los flujos de caja libres, el valor actual ascendería a 3.244.060,85 euros como se muestra a continuación.

Cuadro 14: Valor actual sin valor residual

	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
FCL	226.137,0 €	462.435,8 €	734.502,0 €	1.045.399,3 €	1.398.039,6 €
Tasa descuento	1,048 1,048	1,048 1,099	1,048 1,152	1,048 1,208	1,048 1,266
FCL descontado	215.711,0 €	420.777,6 €	637.521,6 €	865.535,1 €	1.104.136,1 €
VAN	3.243.681,4 €				

Fuente: Elaboración propia

Se recuerda que los parámetros que participan en el cálculo del valor residual son: (i) el flujo de caja libre del último año estimado, (ii) el coste medio ponderado del capital, y (iii) la tasa de crecimiento (g). Dicha tasa se ha estimado en 2,87%; se cree que es representativa ya que no es exageradamente elevada (aunque se hará un análisis de sensibilidad posteriormente). Por lo tanto, cabe resaltar que cuando se realiza una valoración por el método de descuento de flujos de caja libre, el valor residual soportará gran parte del VAN. El problema aparece cuando se realiza dicho valor sin coherencia y solo él hace que el VAN sea positivo. En este caso, se observa como el VAN sin el valor residual es también positivo.

5.2. Comparación con valores contables y valor para accionista

El valor total de la empresa de acuerdo a la valoración asciende a 61.043.804 euros mientras que el valor contable de su activo a 31 de diciembre del 2014 ascendía a 28.462.879 euros; es decir, 2,14x superior.

Por otro lado, es preciso destacar que el valor obtenido representa el valor total de la empresa sin tener en cuenta la estructura financiera de la misma. Para calcular el valor de la empresa para el accionista, habría que calcular el valor de mercado de los fondos propios para lo cual se descuenta del valor total de la empresa (VAN) el valor del pasivo (deuda) para lo cual utilizaremos la cuantía del balance contable de 2014. La diferencia entre el valor de mercado de los fondos propios y el valor contable sería el fondo de comercio.

Cuadro 15: Valor mercado de fondos propios y fondo de comercio

ANTONIO CANO E HIJOS S.A	Año	Año	Año	Año	Año
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Flujo de Caja Libre	226.137,0 €	462.435,8 €	734.502,0 €	1.045.399,3 €	74.583.637,2 €
VAN (VALOR TODA LA EMPRESA)	61.043.804,3 €				
Deuda (2014)	24.962.615,4 €				
VALOR DE MERCADO; FP (2014)	36.081.188,9 €	----->	VALOR ACCIONISTA		
VALOR CONTABLE; FP (2014)	3.500.263,9 €				
FONDO DE COMERCIO	32.580.925,0 €				

Fuente: Elaboración propia

El valor de mercado de los fondos propios ascendería a **36.081.189 euros**, el valor contable de los fondos propios en 2014 ascendía a 3.500.264 euros. Este valor de mercado de los fondos propios correspondería al valor íntegro para el accionista. Es decir, si otra empresa fuera a comprar la empresa, debería negociar con los accionistas para pagar un precio razonable con esa valoración de fondos propios. Si un socio se quisiera separar, habría que tener en cuenta esta valoración y ver su porcentaje en el capital.

La diferencia entre el valor de mercado de los fondos propios y el valor contable de los fondos propios representa el fondo de comercio y, en este caso, asciende a **32.580.925 euros**. El fondo de comercio es el valor económico que crea la empresa porque la rentabilidad económica obtenida es superior al coste medio ponderado del capital. Se crea así un exceso de rentabilidad, trasladada a un fondo de comercio. La empresa tiene un GAP de rentabilidad; es decir, se está produciendo un margen positivo con el cual se puede justificar el fondo de comercio obtenido en la valoración.

Para la comparación de la rentabilidad económica y el CMCP no se puede obviar que el coste medio ponderado del capital es una magnitud después de impuestos. Por tanto, cuando se calcula la rentabilidad económica (coeficiente BAIT/Activo), habría que ajustar

el BAIT (beneficio antes de interés e impuestos) multiplicándolo por $(1-T)$, siendo T la tasa impositiva. Una vez se realiza esta operación ya se puede calcular la rentabilidad económica con la tranquilidad de que el resultado será después de impuestos y, en consecuencia, comparable al coste medio ponderado del capital. En el siguiente cuadro, en la última fila, se puede ver en amarillo todos los márgenes de los años estimados.

Cuadro 16: GAP estimado entre rentabilidad económica y CMPC

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
ROCE*(1-T)	4,17%	4,96%	5,63%	6,27%	6,87%
CMPC	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%
Margen (GAP)	-0,67%	0,12%	0,79%	1,43%	2,04%

Fuente: Elaboración propia

El primer año es negativo al ser el primer año de análisis. Sin embargo, en los siguientes este margen de rentabilidad aumenta de modo considerable, explicando la causa del fondo de comercio que ha generado la valoración de ANTONIO CANO E HIJOS S.A

6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

6.1. Análisis de Sensibilidad del Valor a Cambios en las hipótesis del modelo

En este apartado, en primer lugar, se realizan cambios en tres de las principales hipótesis de crecimiento que son: los ingresos de explotación, el coste de ventas y el coste salarial. Se realiza con la intención de analizar lo sensible que es la valoración obtenida a cambios en estas variables.

El cambio efectuado para estimar las nuevas hipótesis ha sido realizar, en vez de una media aritmética, una media geométrica. El cálculo de la media geométrica implica su cálculo es la raíz enésima del producto de cada una de las tasas interanuales que la componen. Además, es más precisa que la aritmética pero posee el inconveniente de que si un valor es cero o no es positivo ya no se puede realizar. Las hipótesis basadas en la media geométrica son las siguientes, incluyendo también las aritméticas, utilizadas en el modelo de valoración:

Cuadro 17: Hipótesis de variables de ingresos y costes

	Media aritmética	Media geométrica	Diferencia
	Principal	Sensibilidad	
Crecimiento ingresos	11,08%	7,92%	3,15%
Crecimiento coste ventas	10,96%	6,48%	4,47%
Crecimiento coste salarial	9,13%	8,31%	0,82%

Fuente: elaboración propia

En primer lugar, se ha de tener en cuenta que estos cambios en las hipótesis van afectar a los flujos de caja libres, al valor residual y, por tanto, al VAN. No obstante, no supondrán cambios en cuanto a los parámetros que afectan al coste medio ponderado del capital (tasa de descuento).

A primera vista, en comparación con las hipótesis de partida, las nuevas hipótesis son inferiores. No obstante, en la valoración principal, el crecimiento de los ingresos de explotación y del coste de ventas era muy similar. En este análisis de sensibilidad, el crecimiento de la cifra de ingresos es casi un 1,5% superior al crecimiento de los costes de venta (7,92% los ingresos y 6,48% los costes de ventas). Es preciso recordar que, en promedio histórico, los costes de venta representaban un 93,22% de la cifra de ingresos y, en este análisis de sensibilidad, el crecimiento de los ingresos es mayor que el de los costes de ventas, por lo que el beneficio aumentará.

El cuadro siguiente muestra los resultados de valoración del apartado 5 con las nuevas hipótesis:

Cuadro 18: Análisis de sensibilidad de valoración a cambios de hipótesis de ingresos y gastos

ANTONIO CANO E HIJOS S.A	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
Flujo de Caja Libre	940.827,5 €	1.981.452,2 €	3.155.133,8 €	4.473.043,7 €	317.246.762,5 €
VAN (VALOR DE TODA LA EMPRESA)	259.695.813,4 €				
Deuda (2014)	24.962.615,4 €				
VALOR DE MERCADO; FP (2014)	234.733.198,0 €	----->	VALOR DEL ACCIONISTA		
VALOR CONTABLE; FP (2014)	3.500.263,9 €				
FONDO DE COMERCIO	231.232.934,1 €				

Como se puede observar, el aumento del VAN (valor actual neto) es considerable y, con ello, el valor de mercado de los fondos propios y el fondo de comercio.

Como ya se ha explicado, los costes de ventas han sido históricamente el principal componente de los gastos de explotación y además, los mismos han representado más de un 90% de la cifra de ingresos. Es decir, que más del 90% de lo que se vende se utiliza para el aprovisionamiento de materias primas. Por tanto, si los ingresos crecen a una tasa superior que los costes de venta, la empresa será capaz de generar mayor beneficio operativo y con el resto de hipótesis iguales, generar unos flujos de caja mucho más importantes aunque el crecimiento de las ventas sea menor que en el escenario principal. El cuadro posterior muestra los resultados en ambos escenarios, el coeficiente de las variables sobre las ventas y el BAIT:

Cuadro 19: Comparación de márgenes en ambos escenarios

Escenario principal						
	Año 2014	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
Ingresos de Explotación	103.903.950	115.416.508	128.204.657	142.409.733	158.188.731	175.716.043
Costes de Ventas	-96.317.621	-106.874.032	-118.587.426	-131.584.608	-146.006.281	-162.008.569
% ventas	92,7%	92,6%	92,5%	92,4%	92,3%	92,2%
Coste Salarial	-1.472.092	-1.606.494	-1.753.166	-1.913.231	-2.087.908	-2.278.535
% ventas	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
Margen Bruto	6.114.238	6.935.982	7.864.065	8.911.895	10.094.542	11.428.939
% ventas	5,9%	6,0%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%
Gastos Operativos	-4.304.949	-4.572.717	-4.857.140	-5.159.254	-5.480.160	-5.821.026
Gastos de Amortización	-370.756	-462.296	-576.436	-718.759	-896.220	-1.117.497
Resultado de Explotación	1.438.533	1.900.970	2.430.488	3.033.882	3.718.162	4.490.417
% ventas	1,4%	1,6%	1,9%	2,1%	2,4%	2,6%
Análisis sensibilidad						
	Año 2014	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
Ingresos de Explotación	103.903.950	112.136.400	121.021.118	130.609.784	140.958.174	152.126.480
Costes de Ventas	-96.317.621	-102.561.649	-109.210.461	-116.290.299	-123.829.106	-131.856.634
% ventas	92,7%	91,5%	90,2%	89,0%	87,8%	86,7%
Coste Salarial	-1.472.092	-1.594.413	-1.726.900	-1.870.394	-2.025.813	-2.194.146
% ventas	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Margen Bruto	6.114.238	7.980.338	10.083.757	12.449.091	15.103.255	18.075.700
% ventas	5,9%	7,1%	8,3%	9,5%	10,7%	11,9%
Gastos Operativos	-4.304.949	-4.572.717	-4.857.140	-5.159.254	-5.480.160	-5.821.026
Gastos de Amortización	-370.756	-462.296	-576.436	-718.759	-896.220	-1.117.497
Resultado de Explotación	1.438.533	2.945.325	4.650.181	6.571.078	8.726.875	11.137.178
% ventas	1,4%	2,6%	3,8%	5,0%	6,2%	7,3%

Fuente: Elaboración propia con datos 2014 SABI

En el cuadro anterior se puede observar como el coeficiente de costes ventas/ventas (ingresos) es más constante, aunque desciende ligeramente, en el escenario principal usado para la valoración (situándose entre 92% y 93%). En el análisis de sensibilidad este coeficiente desciende en los años proyectados de 92,7% a 86,7%. Por esta razón, tanto el coeficiente de margen bruto/ventas como el coeficiente de BAIT (resultado explotación)/ventas aumenta en mayor proporción en el análisis de sensibilidad. Este motivo explica el crecimiento que se produce en la proyección de flujos de caja libres.

5.2. Análisis de sensibilidad a la tasa de crecimiento (g)

Como ya se comentó en el apartado donde se explicaba la tasa de crecimiento, para su cálculo se asumía que el crecimiento de los beneficios generados por la empresa iba a ser destinado a las reservas como la empresa ha venido haciendo históricamente. No obstante, en el mundo empresarial se podría asumir que los accionistas, aunque sean familia, pueden

exigir el reparto de beneficios bien para incrementar su patrimonio personal o para empezar otros proyectos empresariales siempre y cuando vean que la empresa genera los suficientes flujos de caja y se están produciendo beneficios importantes. Si, por ejemplo, se asumiera que de ese crecimiento dos tercios se iban a destinar a reservas y el resto a reparto de beneficios; es decir que las reservas iban a crecer a una tasa del 18,9%, la tasa de crecimiento (g) sería de 1,91%. Esta tasa de crecimiento afecta al valor residual, que como se explicó, supone la mayor parte del VAN. Si la tasa de crecimiento (g) disminuye, también disminuirá el valor residual, el VAN y por tanto, los fondos propios a valor de mercado y el fondo de comercio.

Los resultados de la valoración se muestran en el cuadro siguiente:

Cuadro 20: Análisis de sensibilidad de valoración a cambios en g

ANTONIO CANO E HIJOS S.A	Año	Año	Año	Año	Año
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Flujo de Caja Libre	226.137,0 €	462.435,8 €	734.502,0 €	1.045.399,3 €	50.172.452,1 €
VAN (VALOR DE TODA LA EMPRESA)	41.764.471,4 €				
Deuda (2014)	24.962.615,4 €				
VALOR DE MERCADO; FP (2014)	16.801.856,0 €	----->	VALOR ACCIONISTA		
VALOR CONTABLE; FP (2014)	3.500.263,9 €				
FONDO DE COMERCIO	13.301.592,1 €				

Fuente: elaboración propia

En este supuesto, el valor contable de los fondos propios es más cercano a su valor contable. Los fondos propios de la empresa no han crecido tanto porque los accionistas han preferido repartir el valor que acumularlo en la empresa.

5.3 Análisis de Sensibilidad al Cambio: la Beta del modelo

En este caso, se va a realizar un cambio de la Beta apalancada de la compañía para ver cómo se modifica la valoración final. La Beta que se va emplear en este análisis de sensibilidad ha sido calculada con las rentabilidades del año 2013, tanto para el índice IBEX.SMALL.CAP como para las cotizaciones de DEOLEO S.A. Al variar la Beta, cambian las variables para el cálculo del coste medio ponderado de capital y, por tanto, el VAN, el valor de mercado de los fondos propios y el fondo de comercio.

En los cuadros 7 y 8 se mostraron los resultados de las rentabilidades del índice IBEX.SMALL.CAP y de DEOLEO S.A. Utilizando en vez de un Beta apalancado de DEOLEO, S.A. de 0,508 un Beta apalancado de 0,649, el Beta apalancado de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. aumenta de 4,83% a 5,29%; es decir, a mayor Beta apalancada mayor coste medio de capital ponderado.

Cuadro 21: Comparación Beta apalancada y CMPC

DEOLEO	beta leverage	D/E	beta unleverage
Escenario principal	0,507	1,73	0,229
Análisis sensibilidad	0,649	1,73	0,293
Antonio Cano	beta unleverage	D/E	beta leverage
Escenario principal	0,229	6,95	1,318
Análisis sensibilidad	0,293	6,95	1,688
	Tasa libre de riesgo	Beta leverage	Prima de riesgo
Escenario principal	1,74%	1,318	9,71%
Coste de capital acciones (ke)			14,53%
CMPC			4,83%
Análisis sensibilidad	1,74%	1,688	9,71%
Coste de capital acciones (ke)			18,12%
CMPC			5,29%

Fuente: Elaboración propia

Los flujos de caja libre no varían respecto al escenario principal de valoración. Sin embargo, el valor residual es distinto ya que en su cálculo influye el CMPC como se explicó en el apartado correspondiente. El valor residual asciende a 59.109.840,39 euros, inferior al del escenario principal de la valoración.

Con la nueva tasa de descuento de 5,29% se realiza el valor actual neto de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., obteniéndose los resultados siguientes:

Cuadro 22: Análisis de sensibilidad de valoración a cambios en Beta apalancada

ANTONIO CANO E HIJOS S.A	Año 2015E	Año 2016E	Año 2017E	Año 2018E	Año 2019E
Flujo de Caja Libre	226.137,0 €	462.435,8 €	734.502,0 €	1.045.399,3 €	60.896.491,4 €
VAN (VALOR DE TODA LA EMPRESA)	49.182.919,6 €				
Deuda (2014)	24.962.615,4 €				
VALOR DE MERCADO; FP (2014)	24.220.304,2 €	----->			
VALOR CONTABLE; FP (2014)	3.500.263,9 €				
FONDO DE COMERCIO	20.720.040,2 €				

Fuente: Elaboración propia

Se puede observar como el VAN ha disminuido considerablemente, por un lado por el menor valor residual y, por otro, porque el aumento de la tasa de descuento implica un menor valor actual. Es decir, un aumento de la Beta apalancada conlleva un mayor coste medio de capital ponderado y un valor actual neto menor. El valor de mercado de los fondos propios y el valor del fondo de comercio también disminuyen.

También es interesante señalar como el cambio de la Beta apalancada ha supuesto un aumento del CMPC en 50 puntos básicos. Este aumento ha supuesto que el VAN

disminuya de 60.646.254 euros a 49.182.920 euros, descenso de 11.860.885 euros; por tanto que el resultado de valoración es muy sensible a cambios en el coste medio ponderado de capital.

7. CONCLUSIÓN

ANTONIO CANO E HIJOS S.A., mercantil andaluza dedicada a la fabricación de aceite de oliva, está entre las cinco empresas de su sector correspondiente al CNAE 1043. Este sector es un sector atractivo con buenas expectativas por el incremento de consumo por las cualidades saludables del producto. ANTONIO CANO E HIJOS S.A. es una empresa madura y consolidada dentro de él por los años además de por la experiencia que lleva en la actividad, aunque es una empresa con capacidad de seguir creciendo.

El objetivo de este trabajo ha sido realizar una valoración de la empresa creando un escenario que tenga la mayor certeza posible, aunque no esté exento de riesgo e incertidumbre, basado en los resultados históricos de la empresa, las tasas de crecimiento de sus principales magnitudes así como las buenas expectativas del sector. Del mismo modo se han considerado variables de mercado que influyen en el coste de los fondos propios y en el coste de la deuda (que es la principal fuente de financiación de la empresa).

Es importante añadir cómo cambios en los mercados financieros que influyan en el coste medio de capital ponderado tendrán una influencia importante en el valor actual neto, y por tanto, en el valor de toda la compañía o el valor para el accionista. Del mismo modo, decisiones de gestión de la empresa que supongan una mejora de márgenes operativos o una mejor gestión de las necesidades operativas de fondos (NOF), supondrán un aumento de los flujos de caja libres, del VAN y del valor de toda la compañía. Esto supone también que cambios externos en los costes de ventas, que suponen la mayoría de los costes, puede tener una influencia en la valoración.

BIBLIOGRAFÍA:

Apuntes de valoración, Universidad Pública de Navarra

Apuntes de Dirección Financiera I y II, Universidad Pública de Navarra

Base de datos: SABI

Cuentas anuales y memoria del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2014 de ANTONIO CANO E HIJOS, S.A., Registro Mercantil de Córdoba

Cuentas anuales y memoria del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2013 y 2014 de DEOLEO, S.A.

La valoración de los negocios: una guía teórica y práctica para valorar empresas, José María Revello de Toro Cabello, Ed. Delta Publicaciones

Métodos de valoración de empresas, Pablo Fernández, IESE Business School, Documento de investigación (DI-771), noviembre 2008

Nota Simple del Registro Mercantil de Córdoba de la empresa ANTONIO CANO E HIJOS, S.A.

Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor, Pablo Fernández, Ed. Gestión 2000

Valoración de empresas: distintas alternativas, Gregorio Labatut Serer, Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España

Valuation, Measuring and managing the value of companies, Tim Koller, Mar Goedhart & David Wessels, Ed. McKinsey & Company

Página web de la empresa ANTONIO CANO E HIJOS, S.A. (www.oleocano.com)

Página web del Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente – Gobierno de España (<http://aplicaciones.magrama.es/pwAgenciaAO/General.aao>)

Página web del Consejo Oleícola Internacional (www.internationaloliveoil.org)

Página web de Invertia (www.invertia.com)

Página web Innoliva (www.innoliva.com/)

Página web de Bolsas y Mercados Españoles (www.bmerv.es)

Página web de Deoleo (www.deoleo.com)

Apéndice: Competencias para la elaboración del Trabajo Fin de Grado

En este anexo se relacionan las competencias que se han utilizado y su importancia para la elaboración del Trabajo fin de Grado.

Competencias genéricas

CB2: Que los estudiantes sepan aplicar sus conocimientos a su trabajo o vocación de una forma profesional y posean las competencias que suelen demostrarse por medio de la elaboración y defensa de argumentos y la resolución de problemas dentro de su área de estudio.

Para el desarrollo de esta competencia CB2 se ha elaborado la hoja de cálculo Excel en la que se pueden mostrar las habilidades adquiridas a lo largo del Grado de Dirección y Administración de Empresas, con los cálculos matemáticos realizados para poder llegar al resultado correspondiente de la valoración de ANTONIO CANO E HIJOS S.A.

CB3: Que los estudiantes tengan la capacidad de reunir e interpretar datos relevantes (normalmente dentro de su área de estudio) para emitir juicios que incluyan una reflexión sobre temas relevantes de índole social, científica o ética.

En cuanto a esta competencia CB3 se ha hecho uso de diversas fuentes de información, principalmente, la base de datos SABI además de diversas páginas webs en las que ha sido importante saber hacer un uso correcto de la información, diferenciando la relevante de la que no lo es, siendo esto determinante para la correcta elaboración del trabajo.

CB4: Que los estudiantes puedan transmitir información, ideas, problemas y soluciones a un público tanto especializado como no especializado.

La competencia genérica CB4 se ha puesto en práctica en la redacción del presente trabajo y vídeo de presentación. En ambos, lo primordial es explicar la hoja de cálculo Excel en la que se apoya la valoración de la empresa. Así mismo es importante que el público, al que va dirigido, se sienta atraído por la comunicación oral y escrita del proceso llevado a cabo en dicha valoración.

CG01: Capacidad de análisis y síntesis

En el presente trabajo se requiere hacer uso de esta competencia CG01, ya que los cálculos a través de los estados financieros que se realizan de la compañía se hacen con la intención de analizar y sintetizar financieramente la empresa.

CG02: Capacidad de organización y planificación

Dicha competencia ha sido de mucha importancia ya que ha facilitado la realización del presente trabajo. Y sobre todo, esta organización y planificación han sido muy necesarias a la hora de empezar a abordarlo.

CG03: Comunicación oral y escrita en la lengua nativa

Esta competencia se lleva a cabo a través de la transmisión oral y escrita del presente trabajo, intentando que la información sea clara e interesante para el público al que va dirigida.

G04: Comunicación oral y escrita de una lengua extranjera (en su caso).

Esta competencia está presente, únicamente, en un párrafo en lengua inglesa aunque se han consultado fuentes en inglés.

CG06: Habilidad para analizar y buscar información proveniente de fuentes diversas

El trabajo ha requerido poner en practica esta competencia CG06 ya que en los diferentes puntos de la valoración ha sido necesario hacer uso de diversas fuentes.

CG14: Capacidad crítica y autocrítica

La competencia CG14 se desarrolla a través de los análisis y redacciones del trabajo de valoración, ya que su realización necesita de un razonamiento crítico adecuado.

CG15: Compromiso ético en el trabajo

Esta competencia está por encima de todas las demás competencias y este compromiso ético da sentido a la realización del presente trabajo y de todos los aprendizajes adquiridos a lo largo de mis estudios de Grado.

CG16: Capacidad para trabajar en entornos de presión

La elaboración del trabajo ha conllevado momentos de presión, pero lo más importante es tener presente que estos momentos de presión están implícitos en todo entorno laboral y habrá que integrarlos y afrontarlos con serenidad y entereza.

CG17: Capacidad de aprendizaje autónomo

Esta competencia está presente en la elaboración de todo el trabajo y para mí, toda su elaboración ha supuesto un gran aprendizaje.

CG19: Creatividad

He procurado ser creativo en la elaboración de mi trabajo y, de ese modo, he intentado ser capaz de proponer mi propia alternativa.

Competencias específicas

CE02: Identificar las fuentes de información económica relevante y su contenido

Esta competencia CE02 es importantísima en el Grado de Administración y Dirección de Empresas, y por lo tanto en el presente trabajo, ya que la información económica – financiera está latente en todo lo que requiera ambas cosas. La fuente más importante con la que hemos trabajado en el grado y el trabajo de fin de grado ha sido la base de datos SABI.

CE06: Redactar proyectos de gestión global o de áreas funcionales de la empresa.

Esta competencia CE06 se ha ido realizando a lo largo de toda la duración del grado, donde se han desarrollado todas las capacidades y habilidades que son necesarias para cumplimentar dicha competencia, y así mismo ponerla en práctica en este trabajo de fin de grado.

CE12: Planificar, organizar y controlar proyectos en las distintas áreas funcionales de la empresa.

Esta competencia se ha realizado así mismo, a través del desarrollo de las distintas capacidades y habilidades expresadas en el punto anterior

CE13: Identificar la empresa como sistema y reconocer las interdependencias entre las distintas áreas funcionales.

Esta última competencia es de importancia muy relevante ya que en el último curso del Grado existe la posibilidad de elegir entre cuatro menciones: Finanzas, Contabilidad, Organización Industrial y Marketing. De esta elección puede derivarse la creencia errónea de que cada una de ellas funciona por separado. Esto no es así. Cada una de ellas impacta de la misma forma en una única unidad que es la Empresa.